

## 清科观察：清科《2014 混合所有制改革报告》出炉，PE 资本“等风来”

清科研究中心 2014-09-12 曹紫婷

十八届三中全会通过的《关于全面深化改革若干重大问题的决定》提出：“要积极发展混合所有制经济”、“允许更多国有经济和其他所有制经济发展成为混合所有制经济”、“允许混合所有制经济实行企业员工持股”等，此后，发展混合所有制经济已成为国企改革的探索主流。然而在实践中，很多国有资本、民营资本共同参股的混合所有制企业，国企持股比例相对较大，从而导致民营资本丧失话语权，市场机制无法充分发挥作用。鉴于此背景下，清科研究中心近期发布的《2014 年中国混合所有制改革研究报告》，将从国企改革的基本路线切入，剖析混合所有制改革的性质、目的、根本方向以及西方所有制经济的理论性与实践性；同时分析中国混合所有制改革基本路线，着重解析民营经济及 VC/PE 机构参与改革的机会及方法，并从不同行业中甄选国企混合所有制改革案例进行分析，最后提出混合所有制改革中尚存在的不足及未来发展展望，以期为 VC/PE 机构及企业未来参与混合所有制改革提供借鉴。

### 中国混合所有制探索历程：2013 年首次明确混合所有制经济实现形式

自改革开放以来，在中央政府颁布的重要改革文献中，通过对关于混合所有制经济的论述的梳理，可以总结出国家对混合所有制经济的认识是逐步深化的。

表中国关于混合所有制改革的重要文献

时间	文献出处	改革文献要点
1933-11	十四届三中全会	<b>最早认识到混合所有制经济单位的存在和将会日益发展的趋势：</b> 随着产权的流动和重组，财产混合所有制经济单位越来越多，将会形成新的财产所有结构
1997-09	十五大报告	<b>进一步阐明公有制与混合所有制的关系：</b> 公有制经济不仅包括国有经济和集体经济，还包括混合所有制经济中的国有成分和集体成分
1999-09	十五届四中全会	<b>进一步提出发展混合所有制经济的途径：</b> 要通过规范上市、中外合资和企业互相参股等形式，将宜于实行股份制的国有大中型企业尤其是优势企业改为股份制企业，发展混合所有制经济
2002-11	十六大报告	<b>强调：</b> 除极少数必须由国家独资经营的企业外，积极推行股份制，发展混合所有制经济
2003-10	十六届三中全会	<b>提出：</b> 适应经济市场化不断发展的趋势，进一步增强公有制经济的活力，要大力发展国有资本、集体资本和非公有资本等参股的混合所有制经济，实现投资主体多元化，使股份制成为公有制的主要实现形式
2013-11	十八届三中全会	<b>首次提出混合所有制经济作为基本经济制度的重要实现形式：</b> 国有资本、集体资本、非公有资本等交叉持股、相互融合的混合所有制经济，是基本经济制度的重要实现形式，有利于国有资本放大功能、保值增值、提高竞争力，有利于各种所有制资本取长补短、相互促进、共同发展

来源：清科研究中心根据公开资料整理 2014.07

我国一直在探索公有制经济（特别是国有制经济）与市场经济兼容的有效途径，1993年十四届三中全会确立中国经济体制改革的目标是建立社会主义市场经济体制；1997年十五大确立了公有制为主体、多种所有制经济共同发展是我国社会主义初级阶段的基本经济制度；截至2013年，十八届三中全会则首次明确以公有制为主体、多种所有制共同发展的重要实现形式是混合所有制经济。

### 重点地区混合所有制发展亮点：国资比例不设下限、民资可进入多领域、允许员工持股等

**上海地区——民资可控股：**目前上海已经基本形成以混合所有制经济为主的发展格局，但仍存在国有股比例过高、企业经营机制不够灵活、集团公司改革不到位等问题。针对此情况，2014年7月7日，上海市政府于印发《关于推进本市国有企业积极发展混合所有制经济的若干意见（试行）》（以下简称“意见”）。《意见》提出要优化国有企业股权比例结构，其中，对于一般竞争性领域的国有企业，按照市场规则，根据发展实际，有序进退、合理流动；在加快开放性市场化联合重组方面，提出要鼓励发展非公有资本控股的混合所有制企业。此举意味着竞争性领域国有资本的参与将根据市场化机制，国资不一定要控股，甚至可以完全退出；同时也打破了人们的思维定式，走出混合所有制企业“国企必须控股”的误区，未来在一般竞争性领域，国资持股比例不设下限，即国资可不控股，上海将出现民资、外资控股的混合所有制企业。

**广东地区——民资进入行业不设限制：**在广东省举行省属企业与民营企业对接会，会上广东省首批推出了54个项目，预计引入民间资本将超过1,000.00亿元。从项目名单中看，首先，广东省在进行混合所有制改革的国企里不设行业范围的限制，包括机场、公路、电力、运输、投资等类型的企业都已经向民营企业开放；其次，对于私人资本持有的股权比例没有任何的限制，因此民资所持股份可能大于国有资本，或占同样的股份，也可能会根据不同的行业，不同的企业来制定具体的股份比例。另外，改革明确提出要管资本，即管资本的增值，主要是通过证券化来实现这种资本的成立。总体来看，广东省此次混合所有制改革在落实三中全会重大决定里面混合所有制里面是非常具体的一个探索，应该可以成为全国跟多地方可以参考和借鉴的样本。

表广东首批推出的省属企业与民资对接项目

1	广东省机场管理集团有限公司吸引民间资本成立医疗快线公司项目	19	广东省友谊公司改制项目	37	南海旅游产业园（二期）广东中医药文化养生旅游示范基地项目
2	广东省广业资产经营有限公司环保集团污水处理引入战略投资者项目，计划增发约40.0%股份	20	大旺码头物流征集有实力合作者项目	38	广东旅游出版社引入战略投资者项目
3	广业环保科技有限公司增资扩股项目，增资扩股后，产权为国有25.0%，其他75.0%	21	电子本草征集有实力合作者项目	39	广东省丝绸纺织集团有限公司广东省纺花纱布公司增资扩股、引入战略投资者项目
4	惠林公司股权转让项目，今年全部或部分转让股份	22	九江码头仓储物流征集有实力合作者项目	40	广东省铁路建设投资集团有限公司梅州至潮汕铁路引入战略投资者项目

5	广业翁源蓄电池有限公司 100.0%股权和债权的转让项目	23	广东省物资集团有限公司 广东省林产工业公司股份 制改制项目	41	广州（仙村）至汕尾铁路引 入战略投资者项目
6	饶平信荣织造有限公司 39.5%股 权和债权的转让项目	24	黄埔鱼珠临港商务区鱼珠 木材市场和鱼珠物流基地 三旧改造项目	42	佛莞城际广州南站至望洪 站段引入战略投资者项目
7	鹤山美业棉纺织企业有限公司 51.0%股权转让项目	25	广东省建筑工程集团有限 公司广东省建筑构件工程 公司征集有关联技术合作 者项目	43	广州新塘经白云机场至广 州北站城际引入战略投资 者项目
8	广东省广晟资产经营有限公司广 晟有色金属集团增资扩股项目， 拟增发 49.0%的股份	26	广东省建筑工程总公司房 地产开发公司征集有实力 合作者项目	44	广佛环线广州南站至白云 机场段引入战略投资者项 目
9	广晟矿投增资扩股项目，拟增发 49.0%股权份额	27	广东建工恒福物业有限公 司征集有实力合作者项目	45	茂名博贺港疏港铁路引入 战略投资者项目
10	广东省金银珠宝检测中心定向增 发项目，拟改制为有限责任公司	28	广州恒福物业有限公司征 集有实力合作者项目	46	广东省水电集团有限公司 广东水电云南投资有限公 司引入战略投资者项目
11	广东省粤电集团有限公司平海发 电厂一期扩建工程项目，预计扩 建机组动态总投资约 80.00 亿元	29	广东省工程承包公司征集 有实力合作者项目	47	云南省金平县小水电站合 作开发建设项目
12	珠海 2*350MW 超临界热电联产 项目，总投资约 28.00 亿元	30	广东省建工设计公司征集 有实力合作者项目	48	广东水电岭南医疗健康投 资有限公司混合经济合作 发展项目
13	广东省交通集团有限公司省交通 集团转让砂石公司 65.0%股权项 目	31	广东省广新控股集团有限 公司广东广新信息技术产 业发展有限公司改制项目	49	广东恒广源投资有限公司 增资合作项目
14	省航运设计院 10.0%股权转让项 目	32	广新中山柏高改制项目，拟 将 65.0%股权转让给两家 战略投资者	50	共同发起成立能源开发产 业基金项目
15	梅州粤运有限公司 20.0%股权转 让项目	33	不锈钢冷热轧合作项目	51	广州市欣茂物业管理有限 公司股改造项目
16	广东省商贸控股集团有限公司广 东省华大物流总公司改制项目	34	印尼镍合金合作项目	52	粤水电轨道交通建设引入 战略投资者合作项目
17	广东华侨友谊总公司改制项目	35	广东省旅游控股集团有限 公司广东中旅（林芝）旅游 援藏项目林芝岗云杉景区 项目	53	粤水电建筑安装建设引入 战略投资者合作项目
18	中国南方食糖批发市场改制项 目，年食糖销售额 3.00 亿元以上	36	南海旅游产业园（二期）西 樵旅游地产项目	54	粤水电能源投资开发引入 战略投资者合作项目

来源：清科研究中心根据公开资料整理 2014.07

**江苏地区——允许员工持股：**江苏省委、省政府已经印发了《关于全面深化国有企业和国有资产管理

体制改革的意见》（以下简称“意见”），但具体文件目前尚未对外公布。《意见》提出，要以留住人才、调动积极性为目的，积极探索混合所有制员工持股的多种形式，形成资本所有者和劳动者利益共同体。其中，职工持股可不搞平均分配，应该按照自愿持股原则，并根据持股人对企业的影响和贡献确定，企业经营管理者、业务骨干和核心技术人员可以在本公司持有较高比例的股权。而本企业员工可以直接持股，如果持股员工人数较多，应当采用员工持股公司等形式持股。在退出机制上，则提出中持股退出条件和方式可以事先由股东共同协商约定。《意见》明确，支持国有企业与外部投资者、项目团队共同出资新设混合所有制企业，甚至，持股职工或机构可以作为发起人股东，规范参与本企业公开发行股票并上市。

### **混合所有制改革方式：外部股权多元化与内部股权激励机制**

虽然混合所有制的改革相关方案目前还没有对外公布，但目前就政策和部分国企实践来看，国企将从内外两种方式进行混合所有制改革，即股权多元化模式与股权激励机制。股权多元化模式主要是指企业靠引入外部投资者，使民资参与到国有企业中来；股权激励机制则是向企业内部员工发行股票，使企业人员成为公司股东，具有分享企业利润的权力，从而调动职工工作的积极性、主动性和创造性。总而言之，不论是从外部或内部，发展混合所有制的根本目的是使国有资本保值增值，国有企业提高竞争力，同时避免国有资产流失。

**股权多元化模式：**推进混合所有制的目的在于促进股权多元化改革，让国企和民企能够发挥各自的优势，共荣共进。未来五年，国企改革最大的重头戏就是推动股权多元化，吸纳社会、国外等不同类型的资本进入到国企领域，计划到 2020 年，基本完成国有企业股权多元化改革。目前，国企主要通过三种方式实现混合所有制改革：1.增资扩股，即国企通过增资扩股的方式吸纳非公资本参与；2.减资转让，即国企将部分国有产权通过转让流转的方式推向社会资本；三是新设立公司，即国企与社会资本和民营资本共同出资成立新公司。就目前案例来看，增资扩股等增量手段应该是未来实现混合所有制的主要手段。2014 年初，国投信托准备以增资扩股的方式引入泰康人寿保险股份有限公司和江苏悦达集团有限公司作为战略投资者，两家公司合计持股 45.0%，募集资金超过 22.00 亿元；2014 年 6 月，中国电信旗下新兴业务公司炫彩互动网络科技有限公司引入顺网科技和中国文化产业投资基金作为战略投资者，顺网科技将向炫彩互动增资 2.20 亿元，占增资后炫彩互动股权的 22.0%；文化基金将增资 8,000.00 万元，占增资后炫彩互动股权的 8.0%。增资后，顺网科技和文化基金合计占炫彩互动股权的 30.0%；同年 8 月，中信国安集团发布公告称，公司已启动混合所有制改制，引进战略投资者并以现金方式增资扩股。改制前，国安集团由中信集团 100.0%控股，改制和增资扩股后，中信集团将持股 20.9%，其余股份将由黑龙江鼎尚装饰工程有限公司等 5 家民营战略投资者持有，公司的实际控制人则由中信集团变更为无实际控制人。

**股权激励机制：**股权激励是指通过企业员工获得公司股权的形式，使其享有一定的经济权利，使其能够以股东身份参与企业决策、分享利润、承担风险，从而使其尽心尽力地为公司的长期发展服务的一种激励方法。股权激励是国企改革催化剂，对于改善管理层经营意义重大，国企股权激励力度亟待提升。目前在上海国资系统，长效激励机制主要有现金激励和股权激励两种模式，其中 70.0%的企业采取的是现金激励。2014 年 5 月 7 日，上海国资系统东浩兰生集团旗下的兰生股份发布公告称，将在贸易板块实施改制，试点员工持股。这是近年来，上海国资系统第一家试点员工持股的企业。此外，交行也表示未来将探索建

立高管和员工股权激励机制，建立高管长期持股计划和员工持股计划，可以对高管奖励股份。上市公司要施行股权激励，国务院国资委的要求很高，程序负责且耗时较长。相比较而言，公司利用基金激励模式更便捷，符合企业利益。目前锦江股份、上汽、上港、建工等企业也都采基本都选择了建立激励基金的办法，并不涉及股权和期权。激励对象的范围则主要是企业党政领导班子和高级管理者。不过，此过程中也亟待完善。未来各企业应探索建立高管和员工股权激励机制，建立高管长期持股计划和员工持股计划，可以对高管奖励股份。在一定合理持股水平，高管持股能够实现将经理人、企业股东利益绑定，是种有效的激励方式。

## 中国混合所有制改革中 VC/PE 投资机遇

在混合所有制的过程中，PE 机构一般通过以战略投资者的途径参与其中。此前，多数股权投资都是以投资民营企业为主，VC/PE 机构参与国企并购非常困难，一方面，国企并购较为敏感，涉及国有资产流失；另一方面，由于部分国企缺乏决策机制，阻碍了风险投资参与国企的改革。在混合所有制改革的大背景下，一方面，VC/PE 不再单纯涉足企业兼并重组、上市融资等“暴利”领域；另一方面，VC/PE 对于企业管理、战略决策有独到理解，VC/PE 在企业日常管理中也可以发挥作用。

**国企占比：**从国有企业在全部企业中的分布分析，根据国家统计局发布的《中国统计年鉴（2013）》显示，截至 2012 年底，全国国有控股的企业单位数为 278,479 个，占全部企业单位数的 3.4%，私营企业的数量远远超越国有企业。到 2013 年年底，90.0%以上的国企已经进行了公司制和股份制改革，国企数量占比正在逐步缩小，但大量的混合企业存在数量多但质量差的状况。随着国企混合所有制改革时间表进一步排定，国家将从试点入手推进改革，预计用两年左右时间形成一批不同类型的混合所有制经济的成功案例，并计划到 2020 年，基本完成国有企业股权多元化改革。因此，PE 机构在混合所有制改革的市场蛋糕面前将面临巨大的机遇和竞争，可用其自身的管理优势帮助企业实现市场化和专业化、完善公司治理、建立有效机制，从而提升企业效率，寻求更高回报。

图 2012 年国有企业及全部企业分布（按单位，个）

预览已结束，完整报告链接和二维码如下：

[https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1\\_15379](https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_15379)

